

¿DEBE LATINOAMERICA ADOPTAR METAS DE INFLACION?

*Por: Benjamín Bernanke**

Me gustaría agradecer a los organizadores por esta invitación. Es un privilegio para mí poder dirigirme a tan distinguido auditorio.

Se me solicitó iniciar este seminario hablando sobre nuevos desarrollos en teoría y política monetaria y sobre cómo estos pueden relacionarse con Latinoamérica. No ha habido propiamente escasez de desarrollos interesantes en teoría monetaria y su práctica en los últimos años, gran parte de los cuales hubieran sido temas apropiados para hoy. Me parece, sin embargo, que tal vez el desarrollo más revolucionario de la década pasada en la política monetaria en todo el mundo, es la amplia experimentación con una estrategia nueva de la política monetaria llamada "meta de inflación".

Gran variedad de países industrializados y en vía de industrialización, incluyendo Canadá, el Reino Unido, Australia, Nueva

Zelandia, España, Israel y últimamente Japón, han adoptado objetivos de inflación. Esta estrategia también está muy relacionada con las políticas que han seguido en años recientes los Estados Unidos, Alemania y Suiza, aunque ninguno de estos países oficialmente se identifica como practicante de la misma. Finalmente, el objetivo de inflación se está considerando activamente por parte del nuevo Banco Central Europeo.

Dada la amplia y (como argumentaré) mayoritariamente exitosa experiencia de este enfoque de política, me parece interesante preguntar si Latinoamérica debería adoptar objetivos de inflación, según el título de mi charla. Para discutir este tema me voy a referir con frecuencia a un libro de próxima aparición del cual soy coautor junto con Frederic Mishkin -desde hace poco Director de Investigaciones del Federal Reserve Bank de Nueva York- y con Alan Posen y Thomas Laubach, dos investigadores del Federal Reserve. En

nuestro libro, llamado *Objetivos de Inflación: lecciones de la experiencia internacional*, mezclamos discusiones conceptuales con estudios detallados de los casos de los nueve países con más experiencia en este enfoque. A propósito, ninguno de los países que estudiamos es latinoamericano, por lo tanto, aunque concluiré que los países latinoamericanos deberían por lo menos experimentar con este objetivo, lo haré reconociendo que hay muchas diferencias entre el ambiente económico latinoamericano y el de la mayoría de los países donde se han utilizado hasta ahora objetivos de inflación. Trataré de referirme brevemente a algunas de esas diferencias al final de mi charla.

¿Qué es una meta de inflación? Las dos características definitorias de esta política son:

- El establecimiento y anuncio público de objetivos cuantitativos oficiales para la inflación en uno o más períodos de tiempo.

Por ejemplo, la mayoría de países con objetivos de inflación anuncian anualmente metas, bien sea para el año subsiguiente o para períodos más largos que llegan hasta tres años. Usualmente, también hay un objetivo inflacionario de largo plazo explícito o implícito (1% a 3% de inflación anual es un rango común) con respecto al cual se establecen metas inflacionarias de más corto plazo para converger gradualmente.

- Reconocimiento explícito por parte del gobierno y del banco central de que una inflación baja y estable es el objetivo prioritario de largo plazo de la política monetaria. La afirmación de que una inflación baja y

estable es el único objetivo de largo plazo de la política monetaria, es consistente con el lenguaje del Tratado de Maastricht, los Estatutos del Bundesbank y con varias revisiones recientes de los estatutos de bancos centrales (por ejemplo, España). Esta afirmación debe entenderse como el simple reconocimiento de la proposición, ampliamente aceptada, de que no hay un *trade off* permanente entre desempleo e inflación.

Debo enfatizar que la idea de que la inflación es el único objetivo de largo plazo de la política monetaria, no excluye la capacidad que tiene el banco central de buscar en el corto plazo otros objetivos económicos incluyendo alto nivel de empleo, estabilidad en las tasas de cambio o estabilidad financiera, en tanto no se comprometa el objetivo inflacionario de largo plazo.

Además de los dos componentes definitorios: metas cuantitativas de inflación y la primacía de su control en el largo plazo, hay dos condiciones importantes, muy relacionadas, que caracterizan en mayor o menor medida todos los regímenes exitosos de objetivos de inflación. Ellas son:

- *Transparencia de la política.* Por esto entiendo la comunicación clara y sistemática de objetivos y planes de política al público. Un método son charlas y comunicados frecuentes por parte del gobernador del banco central. Otro mecanismo, que hoy es muy usual, es la publicación regular de un "reporte de inflación" que se originó en el Banco de Inglaterra y ha sido copiado prácticamente por todos los bancos centrales con metas de inflación. Los reportes de inflación

contienen información detallada sobre el estado de la economía, prospectos para la inflación (incluyendo predicciones del sector privado, tanto como las proyecciones y análisis del banco central) y discusión detallada de la postura actual y de la probable postura futura de la política monetaria.

• *Responsabilidad*. Esto es, debe haber algún mecanismo (posiblemente informal) por medio del cual el banco central tenga que responder por alcanzar sus objetivos. El ejemplo más conocido de un mecanismo de responsabilidad es el de Nueva Zelanda, donde el gobierno tiene la opción (hasta el momento nunca ejercida) de despedir al gobernador del banco central si la inflación no alcanza el rango objetivo. En la mayoría de países, sin embargo, los mecanismos de rendición de cuentas son menos formales e incluyen la presentación regular de informes por parte del banco central al gobierno y al público con respecto a su gestión para alcanzar las metas establecidas. Quizás el elemento más importante de estos reportes, dado que inevitablemente muchas metas no se alcanzarán, es una explicación clara y consistente de por qué se presentaron desviaciones, así como una explicación de cómo el banco central intenta asegurar que la inflación se mantenga baja y estable en el mediano y largo plazo, a pesar de posibles fallas.

Pienso que algunas ventajas de la transparencia y la responsabilidad son evidentes: la transparencia de las políticas reduce la incertidumbre tanto del público como de los mercados financieros, así como la cantidad de recursos desperdiciados por el sector privado al tratar de adivinar futuras actuacio-

nes del banco central. Por su parte, la responsabilidad de quienes trazan políticas es una condición importante de toda sociedad democrática. Veremos, sin embargo, que más allá de estas ventajas la transparencia y la responsabilidad también refuerzan la flexibilidad operacional de la política de objetivos de inflación.

Un error muy común cuando se discute la política de metas de inflación es considerarla como una regla totalmente rígida y analizarla con métodos similares a los del famoso trabajo de William Poole en 1970. El análisis de Poole, recordemos, concluye que el objetivo de política correcto depende de los tipos de *shock* que más frecuentemente afectan la economía. Si se trata como una regla estricta, la meta de inflación sería apropiada cuando la economía se vea afectada por *shocks* de demanda agregada pero muy inapropiada cuando la economía se vea afectada por *shocks* de oferta agregada, incluyendo algunos *shocks* de términos de intercambio. Sin embargo, en la práctica, *ningún país ha tomado la política de metas de inflación como una regla*. Más bien, la política de meta de inflación tal como se usa actualmente debe ser considerada como un MARCO dentro del cual se puede ejercer una cantidad razonable de discreción y de flexibilidad en la política de corto plazo. En nuestro próximo libro, mis coautores y yo nos hemos referido a la operación de la política de objetivos de inflación en la práctica, como a una forma de “discreción restringida”. La idea es que un banco central que tiene una meta de inflación, tiene campo para atacar problemas económicos importantes en el corto plazo, pero esto tiene que hacerse en

una forma disciplinada, que no altere las expectativas inflacionarias de largo plazo.

Permítanme ilustrar la forma correcta de operar fijando metas de inflación con dos ejemplos hipotéticos. Primero consideremos una situación en la cual una cercana elección presidencial crea presión política en favor de la expansión monetaria. Para los bancos centrales de cualquier país estas presiones son difíciles de resistir. Sin embargo, si el banco central puede manifestar que tiene un mandato legal a favor de la estabilidad de precios y si puede argumentar consistentemente que es probable que una sobre-expansión de corto plazo ponga en peligro ese objetivo, tendrá una base mucho más firme para resistir las presiones políticas, esto ya se ha visto en la práctica un buen número de veces, por ejemplo, en la última elección nacional en Canadá. En otro ejemplo, el Banco de Inglaterra pudo apelar a sus metas de inflación para ganar influencia en decisiones políticas de corto plazo, aún durante el período en el cual los controles de la política monetaria del Reino Unido estaban directamente en manos del gobierno, no en las del banco central.

De hecho, en general existe una función educativa de las metas de inflación que no debe ser ignorada: la adopción de metas de inflación y las mejoras asociadas con reportes y comunicaciones con el público, dan al banco central una excelente oportunidad de ayudar a comprender qué puede y qué no puede hacer la política monetaria. En particular, el mensaje de que la sobre-expansión monetaria no puede aumentar el empleo en el largo plazo y de que estas políticas sólo

incrementan la inflación de largo plazo y acumulan problemas para el futuro, puede ser y ha sido captado por el público en general en los países con metas de inflación. Cuando este mensaje se convierte en la doctrina aceptada se hace mucho más fácil para el banco obtener apoyo político para políticas monetarias estables.

En contraste con el caso de sobre-expansiones motivadas políticamente, si la presión por políticas expansionistas es legítima, esto es, si existe una desaceleración significativa en la economía, la expansión monetaria puede ser consistente con el objetivo de largo plazo de estabilidad de precios. De hecho, puede ser un *requisito* del objetivo de estabilidad a largo plazo, en el sentido de que los rangos de inflación objetivo siempre tienen pisos por debajo de los cuales no se permite que caiga la inflación, tal como tienen toques. Al enfatizar su responsabilidad de no permitir que la inflación caiga demasiado (así como la de evitar que crezca excesivamente) el banco central que fija metas de inflación aumenta su capacidad de llevar a cabo políticas expansionistas apropiadas sin desatar mayores expectativas inflacionarias.

El segundo ejemplo hipotético es el más difícil para las políticas de metas inflacionarias: es el caso de un *shock* de oferta o de términos de intercambio. En la práctica, quienes siguen esta política han aprendido a acomodar *shocks* de oferta de manera constructiva. El aspecto crucial está en que es aceptable, e incluso deseable, permitir que un *shock* de oferta tenga un único efecto sobre el nivel de precios; lo que es importante es que este efecto por

una sola vez no se incorpore en las expectativas de inflación de largo plazo.

Existe un número de mecanismos por medio de los cuales los bancos centrales con metas de inflación pueden acomodar los primeros efectos de un *shock* de oferta aceptando por lo tanto un alza temporal de la inflación, pero evitando serias consecuencias recesivas. Estos mecanismos incluyen, entre otros, el hecho de que la inflación objetivo generalmente es una tasa de inflación "básica", la cual excluye factores especiales como precios de energía, alimentos o cambios en los impuestos indirectos. Algunos países, como Nueva Zelanda, aplican cláusulas de salvaguardia explícitas en sus reglas de objetivo de inflación que permiten que las metas se modifiquen o suspendan bajo circunstancias específicas. En todos los países con metas de inflación el banco central también puede cambiar el objetivo inflacionario de corto plazo para acomodar los efectos primarios de *shocks* de oferta (en tanto mantengan una trayectoria de transición programada para retornar a la estabilidad de precios de largo plazo).

Uno de los aspectos en los cuales los objetivos de inflación han demostrado ser más ventajosos es en que aparentemente son efectivos para evitar que los incrementos por una sola vez en el nivel de precios creados por *shocks* de oferta se incorporen en la inflación de largo plazo y en las expectativas inflacionarias. Los ejemplos son numerosos: Gran Bretaña y Suecia utilizaron con éxito sus metas de inflación para contener los efectos inflacionarios de devaluaciones monetarias forzosas, en tanto Canadá y otros países

han logrado evitar que grandes cambios en los impuestos indirectos tengan efectos permanentes en la tasa de inflación.

Un elemento clave (quizás *El* elemento clave) en estas experiencias exitosas de metas de inflación es la transparencia y responsabilidad de la política monetaria asociadas con esta política. Los bancos centrales que fijan metas de inflación han demostrado que haciendo explícitos sus análisis económicos y sus planes de política, e indicando que cumplirán sus metas o darán buenas razones por no hacerlo, pueden no sólo aumentar el apoyo del público a las políticas anti-inflacionarias sino también ganar cierta influencia sobre las expectativas inflacionarias, convirtiéndolas en un factor de estabilización en lugar de un factor desestabilizador. En particular, un banco con una tradición de cumplir sus objetivos de inflación puede sostener ante el público con credibilidad que no se permitirá que los *shocks* temporales en el nivel de precios se incorporen en la tasa de inflación de largo plazo.

En términos generales los resultados de políticas de meta de inflación, aunque limitados en número, son buenos. Sin excepción, todos los países que han adoptado este enfoque han podido llegar a tasas bajas y estables de inflación y mantenerlas. Infortunadamente no hay evidencia de que las metas de inflación reduzcan los costos -en términos de producción y empleo- de la desinflación inicial, pero sí parece que este enfoque es más efectivo para mantener una tasa de inflación baja una vez se ha llegado a ella. Además, las metas de inflación no han forzado a los bancos centrales a renunciar a

sus objetivos tradicionales de estabilidad. Por el contrario, esta estrategia suministra un marco coherente dentro del cual se pueden aplicar políticas apropiadas de estabilización.

Consideremos ahora el caso específico de Latinoamérica. A diferencia de gran parte del resto del mundo, la política monetaria en Latinoamérica aún descansa bastante en tasas de cambio fijas. Para concretar la última parte de esta charla me concentraré en examinar si las metas de inflación son un mejor marco para el diseño de la política monetaria que las tasas de cambio fijas.

Sin duda, las tasas de cambio fijas han sido útiles en varios procesos de estabilización, siendo particularmente interesante el caso argentino. Para los países que tratan de contener una alta tasa de inflación, la estabilización basada en la tasa de cambio puede ser todavía un buen punto de partida. Sin embargo, las tasas de cambio fijas también han mostrado ser, durante la década pasada, el origen de muchos problemas económicos. Mis colegas Kent Rogoff y Maurice Obstfeld de Berkeley han escrito extensamente sobre estos problemas y el tiempo no me permite entrar a discutirlos en detalle; en todo caso, muchos de ellos son familiares para esta audiencia. Aquí apenas resumiré dos categorías generales de problemas derivados de fijar la tasa de cambio.

En primer lugar está el problema de "la cola persiguiendo al perro". La tasa de cambio nominal es únicamente una meta intermedia, no es una variable económica de mucho interés en sí misma. Sin embargo, para defender una tasa de cambio fija el banco

central puede verse obligado a llevar su política monetaria de manera tal que sea contraproducente para la economía como un todo. Los ejemplos son numerosos e incluyen:

- Las apreciaciones reales perjudiciales que con frecuencia ocurren cuando la tasa de cambio está fija pero la inflación doméstica excede la de las contrapartes comerciales.
- La intensa presión desinflacionaria que le pone la política monetaria a la economía en general, cuando es necesario defender la tasa de cambio ante un ataque especulativo.
- Las restricciones que pone una tasa de cambio fija a la capacidad del banco central para responder a crisis financieras, en particular las dificultades que crea para su actuación como prestamista de última instancia.

Fijando metas de inflación se evitan estos problemas, al orientar la política hacia variables objetivo (inflación en el largo plazo, empleo y otras variables en el corto) en lugar de hacia metas intermedias cuya relación con las variables objetivo es inestable y difícil de predecir.

El segundo problema general con las tasas de cambio fijas es que (para usar una frase de Kent Rogoff) parece ser "pararrayos" para crisis financieras globales, como hemos visto recientemente en Asia y en Latinoamérica en 1994-1995. Las tasas de cambio fijas exacerbaban estas dolorosas crisis en dos formas principales: Primera, durante períodos de relativa calma crean una "ilusión de estabilidad" que da aliento a prácticas financieras inseguras tales como préstamos descubiertos en monedas extranjeras por parte de ban-

cos y corporaciones locales, o grandes ingresos de capital especulativo de corto plazo (*hot money*); Segunda, como sabemos, las tasas de cambio fijas están sujetas a ataques especulativos inesperados y fuertes. Estos ataques pueden tener consecuencias severas incluyendo grandes pérdidas de reservas, presión para que suban las tasas de interés e intensa presión sobre los deudores locales incluyendo el sector financiero. Aunque el tiempo no permite una discusión completa parece ser que la probabilidad de tales crisis en un régimen de metas de inflación es mucho menor. Para empezar, con precios domésticos estables y una tasa de cambio variable los incentivos para prácticas financieras inseguras son mucho menores y, si por alguna razón, hay una pérdida de confianza en la tasa de cambio, el banco central no tiene que comprometer reservas para su defensa ni tiene que alejarse de sus objetivos domésticos.

Dadas las ventajas técnicas de la política de metas de inflación sobre las tasas de cambio fijas, ¿por qué vemos a países latinoamericanos y a otros países optar por tasas de cambio fijas? Probablemente el aspecto clave es la preocupación por la credibilidad. Una ventaja aparente de las tasas de cambio fijas es que el mercado puede observar minuto a minuto que la tasa se mantiene, por lo tanto, es directamente observable que el banco central está cumpliendo sus compromisos. En contraste, se podría argumentar que las promesas de un banco central en Latinoamérica con respecto a una meta inflacionaria 2 ó 3 años en el futuro simplemente no serían creíbles, en particular dado que las autoridades de los bancos centrales en Latinoamérica tienen

períodos notoriamente breves y que el récord inflacionario del continente en general no es muy bueno.

Aunque hay algo de verdad en estas afirmaciones es menos de lo que parece. En primer lugar, la credibilidad de la política monetaria no es solamente un asunto técnico; depende de todo el contexto económico. Por razones obvias ninguna política monetaria puede tener éxito duradero si el déficit fiscal no está controlado o si el sistema financiero está mal vigilado o es insolvente. Si estos puntos fundamentales no se atienden, las tasas de cambio fijas no ayudarán, tan solo exacerbarán las inevitables crisis¹. Por contraste, si las condiciones fundamentales son firmes o hay reformas bien encaminadas, considero que un banco central latinoamericano puede incrementar su credibilidad en el tiempo demostrando que puede alcanzar sus metas tal como han hecho sus contrapartes en Europa y otras regiones.

En segundo lugar, existen reformas institucionales que contribuyen a la credibilidad de las metas de inflación, aún en Latinoamérica; entre ellas se incluyen los cambios para incrementar la independencia del banco central del legislativo y el ejecutivo, tales como períodos más largos para los gobernadores y el otorgamiento de independencia de instrumentos a los bancos centrales (esto es, darle al banco central control total sobre los instrumentos de política, aun cuando los objetivos de dichas políticas puedan ser determinados políticamente). La experiencia ha demostrado que estas medidas han ayudado a que los

objetivos de inflación operen en otras partes y pienso que ellos serían avances útiles también en Latinoamérica.

¿Qué hay con respecto a la transición? Después de haber usado tasas de cambio fijas para obtener control sobre la tasa de inflación, moverse de una tasa de cambio fija a metas de inflación es realmente una transformación muy natural. Israel, por ejemplo, utilizó objetivos de tasa de cambio como parte de un programa heterodoxo para acabar una hiperinflación. Unos pocos años más tarde, introdujo objetivos de inflación para hacer consistente su política monetaria doméstica con su "*crawling peg*". Con el tiempo, la tasa de cambio en Israel se ha subordinado al objetivo de inflación más que lo contrario, en particular la banda cambiaria se ha ampliado repetidamente mientras que

el peso que se atribuye a alcanzar el objetivo de inflación ha aumentado. Entre tanto, los ataques especulativos al *shekel* israelí han disminuido mucho. El caso israelí ilustra cómo las metas de inflación de hecho conducen a más estabilidad en la tasa de cambio, y no a menos.

Para concluir, no pretendo decirle a esta audiencia cómo debe adelantarse la política monetaria en su país. Hay muchos detalles institucionales, muchas diferencias en las etapas de reformas que pueden afectar cuán deseable sea adoptar metas de inflación en un caso particular. Lo que sí espero haber hecho, es llamar la atención sobre un esquema importante e interesante de manejo de política monetaria y espero que ustedes se sentirán estimulados a analizar la posible utilidad de este enfoque en sus propios países.

NOTAS

* Profesor de la Universidad de Princeton, Estados Unidos. Este artículo fue presentado por el autor en el Seminario sobre "El papel de los Bancos Centrales en la estabilización macroeconómica", organizado por el Banco de la República, en Santafé de Bogotá, el 23 de julio de 1998.

¹ De hecho, en una situación con "*fundamentals*" deficientes, un régimen de metas de inflación puede ser más creíble puesto que las presiones para que el banco central se aparte de las políticas anunciadas después de una pérdida de confianza de los inversionistas, simplemente son menos intensas.